

所属行业

房地产

发布时间

2020 年 11 月 20 日

## 招商蛇口 (001979.SZ)

### 从 TOP10 的招商蛇口探看行业动向

#### 核心观点:

“前港—中区—后城”是招商蛇口最鲜明的特征，既兼顾了住宅开发速度，又立足长远，以产业运营提前掌控更长期的利润支撑点，这是企业对自己的期待，既要在规模上有优势，又要在长远的周期中生存，业务的搭配是实现这一期待的先决条件。

2020 年招商蛇口跻身行业 TOP10，销售业绩有序恢复，利润表现不尽人意，南油集团股权收购终止，多次出售项目（股权），这背后有着怎样的考量，又反映出行业怎样的变化和动向？

#### 相关研究:

月度数据点评：7 月销售保持韧性，投资增速或将继续下行	20190814
2019 年 7 月地产月报：融资约束强化土地市场偏弱，预计市场全年呈前高中低后平趋势	20190806
2019 年中期策略报告——七月流火，行情难将持续	20190702
2019 年年度策略报告——刚需刚改主导行情，2019 战略年再延续	20190822
2019 年报综述——回归核心，内圣外王	20190508

研究员

于小雨

rain\_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

王玲

w18705580201 (微信号)

wangling@ehconsulting.com.cn

## 引言

企业之所以能够不断朝着好的方向前进，背后来自于企业对自身发展的期待和外界对企业的期待，这种期待指引着企业去做更多努力，逐渐把这种期许变成推动企业发展的内驱力，更积极主动的调整发展的战略和策略，不断在成长的道路上进行战略纠偏。

当前，房地产行业事实上正经历着严峻地挑战，调控的政策进入到临界点，松无再松，紧无再紧，融资的政策持续的加足马力，“三道红线”更是当头棒喝，把企业快速增长的可能性完全扼杀。从企业的角度而言，虽然形势严峻，但仍旧要在绝处寻找生路，更好的去适应新的环境、新的条件、新的挑战，更要懂得自身的期待归于何处；从外界对于企业的期待而言，希望企业能够在新的条件下找到发展的立足点，规模更稳健些，利润率再高些，价值点更多些，行业的秩序更稳定些，因为有期许，才会投入更多的努力去做更深刻的改变。

也许大家都已经关注到行业的变化，企业的动作也发生了明显的调整，有几大热点新闻更是值得我们关注：

**第一、2020年9月，阳光城引入泰康人寿和泰康养老为战略投资者，并就此做出10年业绩承诺；**

**第二、中国恒大出让广汇集团股权，终止与深深房的重组计划，战投由债权转股权。**2020年11月1日，中国恒大集团下属全资子公司，与申能（集团）有限公司、广汇实业及孙广信先生签订协议，将其持有的广汇实业40.964%股权转让予申能（集团）有限公司，总代价为人民币148.5亿元。于2020年11月8日中国恒大决议终止与深深房的重组计划。1300亿战略投资者中，863亿战略投资者此前已签订补充协议，同意不要求进行回购并继续持有恒大地产权益；357亿战略投资者亦已商谈完毕，即将签订补充协议，50亿战略投资者由于涉及其自身大股东的资产重组，正在商谈，剩余30亿战略投资者的本金本集团已支付，即将回购。

**第三、中国恒大、绿地控股、华侨城等企业纷纷出售（转让）项目股权。**中国恒大出售全国各地200多处写字楼、商业、酒店等资产，绿地控股也在11月16日拟出售价值231亿元的写字楼、酒店等持有类资产。

企业种种动作的变化背后是行业形势推动的必然结果，也是企业为了更远期的平稳未来表现出的强烈期待，这种期待促使着企业去做出变化，也在不断的期待中向前走。

招商蛇口也是在万众期待中逐步成长起来的房企之一，在种种的内外期待中，招商蛇口形成了特色鲜明的发展模式，也在主动的根据外界环境的变化而做出改变：

**第一、“前港—中区—后城”是其最鲜明的特征，既兼顾了住宅开发速度，又立足长远，以产业运营提前掌控更长期的利润支撑点，这是企业对自己的期待，既要在规模上有优势，又要在长远的周期中生存，业务的搭配是实现这一期待的先决条件。**2020年招商蛇口跻身行业TOP10，销售业绩有序恢复，这背后反映了企业怎样的思考和安排，是历史原因造就，还是阶段性战略考量？

**第二、对于招商蛇口而言，其最大的期待项之一莫过于前海的土地资源变现，正因为这一期待，企业也在通过各种方式完善前海土地资源的获取，招商蛇口已然是前海最大的资源拥有者。**2020年11月15日，招商蛇口发布公告称，终止70亿收购南油集团24%股

权，历时 6 个月的收购事项以交易终止收尾，这于招商蛇口的未来发展又将造成怎样的影响？

**第三、频繁转让项目股权，降债减负，优化结构。**2020 年以来，招商蛇口频频出让项目股权，这让行业一度认为是否企业是否面临严峻的资金压力，在此时点，频繁出让项目股权是否在向外界传递某种信号？

**第四、与企业销售业绩的强势恢复不相一致的是企业财务报表内利润表现不尽人意，**在 E50 房企范围内表现更是相对落后，这其中的主要原因要归结于何处，这些因素是否会一直持续下去？利润的表现是否会成为企业长远发展的最大负累？

**第五、从土地投资角度来说，“地王制造者”也成为企业的标签之一，**最广为人知的无外乎 2016 年与华侨城合作的 310 亿元的深圳项目，2020 年，招商蛇口在投资上坚守了其投资惯性，持续深耕已布局区域内核心城市，但也难免会出现高价土地资源的获取，在徐州、上海虹口获取的两宗土地价格均盘踞高位，可称得上“地王”，而这些项目获取背后的考量又是如何？

由于企业行为的趋同特性存在，从招商蛇口的行为中，我们又能看到行业在发生在怎样的变化？种种的操作背后有着怎样深刻的联系和牵扯，企业做出各举动又有着怎样的期待？

## 目录

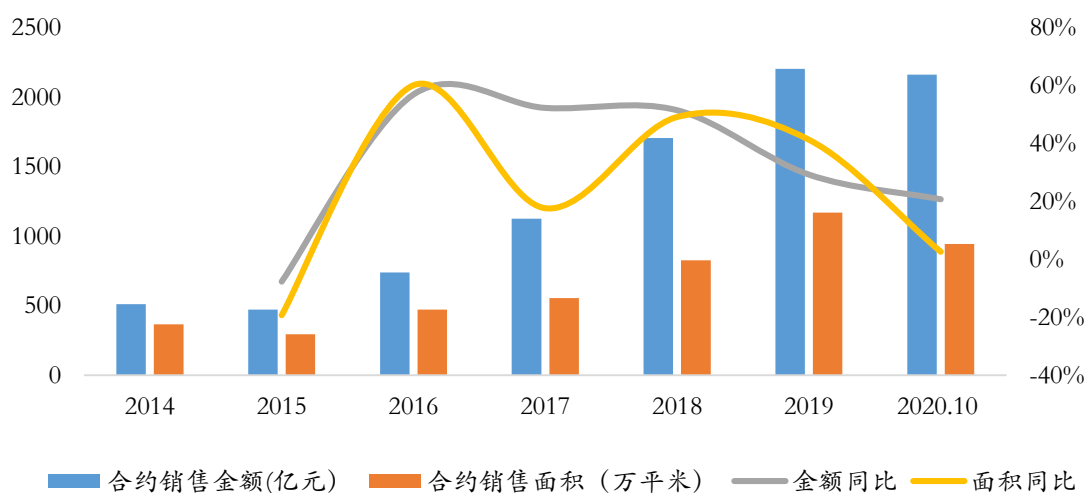
一、 跻身 TOP10，因为懂得，所以获得 .....	5
1.1 跻身行业 TOP10，2020 年规模或超 2500 亿元 .....	5
1.2 只有懂得恪守原则，方能获得成长 .....	6
1.2.1 懂得纪律—平均 150%的投销比，保增量，留弹性 .....	6
1.2.2 懂得克制—选定核心区域重点城市，有效深耕 .....	6
1.2.3 懂得借力—权益占比在 60%，互利共赢 .....	8
二、 南油股权收购终止，但对前海资源的期待并未改变 .....	8
三、 转让股权的背后也并非完全缺钱，优化结构是当务之急 .....	10
3.1 招商蛇口股权转让的背后是为理清内部障碍 .....	10
3.2 股权转让成为潮流，先做“减”而后做“加” .....	12
3.2.1 集团层面引入战投，发展质量是核心保障 .....	12
3.2.2 项目层面转让股权，本质在于优化 .....	13
四、 利润率低至个位数，持续性因素仍需强化 .....	19
五、 “地王”是种手段，能克制则克制 .....	21
5.1 “地王”是手段，引导企业向前 .....	21
5.2 拿“地王”旨在规模，能避之则克制 .....	23
六、 抱有期待，需要做的还有很多 .....	24
6.1 土储快速消化，投资的力度需要再加大 .....	24
6.2 物极必反，权益比例需要再提升 .....	25
6.2.1 权益有牺牲，影响力或有欠缺 .....	25
6.2.2 以权益换规模，价值释放恐不足 .....	26
6.3 现金流入不稳定，投资结构需要再优化 .....	27
6.4 短债占比重，风险防范意识需要再增强 .....	28

## 一、跻身 TOP10，因为懂得，所以获得

### 1.1 跻身行业 TOP10，2020 年规模或超 2500 亿元

从企业的业绩表现来看，合约销售业绩稳健增长，增速的稳定性更高，一步步有序向前，2014 年突破 500 亿元，2017 年跻身千亿，2019 年跨越 2000 亿元，规模跃进扎实有力，无波无澜。

图表：2014-2020.10 招商蛇口销售业绩走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

2020 年，在新冠肺炎疫情下疫情的干扰下，企业的业绩表现出强大的抗力，2020 年 6 月，招商蛇口以 1107.13 亿元的销售业绩跻身行业 TOP10，从区域上看，华东区域、江南区域销售面积占比超 40%，西南区域销售业绩占比为 14%；城市角度而言，杭州、上海、苏南、南京等 4 个城市公司销售额突破 100 亿元，也正由于对长三角区域和西南区域的深耕化布局，企业的销售业绩才能表现如此强势，至 10 月累计销售金额已经突破 2100 亿元，同比涨幅达到 21%，预计 2020 年全年招商蛇口销售业绩将突破 2500 亿元。

图表：2020H1 招商蛇口销售业绩区域分布

区域	本年签约面积(万平方米)	占比
华东区域	146.60	29.7%
江南区域	103.73	21.0%
西南区域	69.31	14.0%
华南区域	55.81	11.3%
华北区域	39.99	8.1%
深圳区域	39.88	8.1%
华中区域	37.52	7.6%
其他区域	1.02	0.2%
海南区域	0	0.0%
<b>合计</b>	<b>493.86</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：由于部分尾盘项目未计入其中，因此销售面积合计与企业实际销售业绩略有出入，但不影响整体分析及结论。

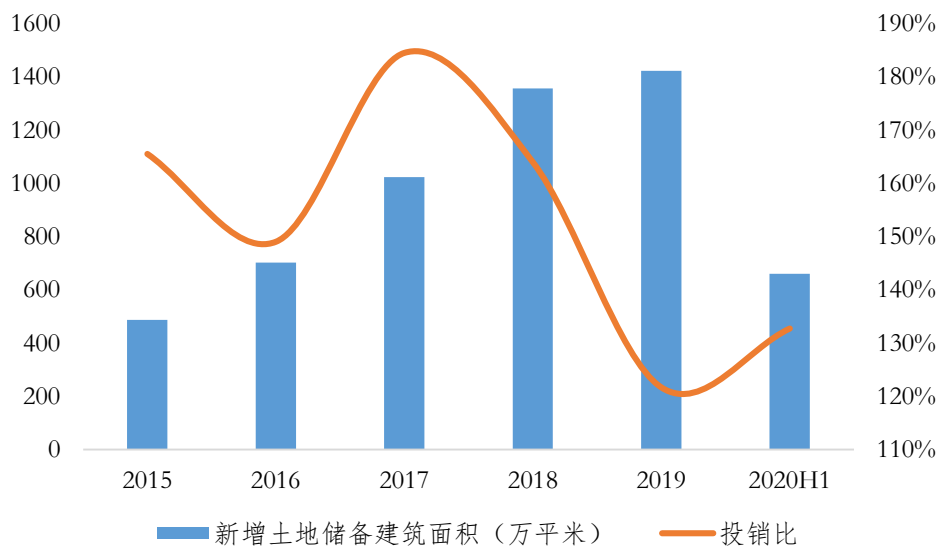
## 1.2 只有懂得恪守原则，方能获得成长

房企的销售业绩来自于前期的投资安排，招商蛇口之所以能够在长三角区域取得显著成效，背后之功无疑要归于对长三角区域持续有效的资源投入。从招商蛇口投资安排来看，招商蛇口的投资纪律性格守严格。

### 1.2.1 懂得纪律—平均 150% 的投销比，保增量，留弹性

考虑到数据的可得性，我们从 2015 年企业数据为始点研究招商蛇口的投资规划安排。通过研究计容建筑面积口径的投销比数据可以看出，招商蛇口在土地投资总量安排上保持着既有的节奏和纪律，投销比整体维持在 120%-170% 之间，2017 年为近几年峰值，达到 164%，2015 年至 2020 年上半年，新增土地投资的投销比均值为 150%。如此均衡化的投资规划，既能够保证货量的可持续性，又能够确保留有一定余量弹性。

图表：招商蛇口新增土地储备及投销比走势（按面积口径计算）



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：投销比=新增土地储备计容建筑面积/当期合约销售面积\*100%。

### 1.2.2 懂得克制—选定核心区域重点城市，有效深耕

从区域布局的角度来看招商蛇口的投资，可以发现，招商蛇口的布局重心聚焦于长三角区域、华南区域和中西部及西南区域，其他区域则保持适当参与，在长三角深耕化程度较其他多数华南房企有显著优势和前置性。

从城市的选择上看，企业在城市的覆盖面上相对克制非以数量型指标制胜，而是在选定的有限城市基础上保持持续的深耕。长三角区域的城市以上海、苏州、杭州、南京、宁波等核心城市及其周边的嘉兴、绍兴、南通等城市，并在核心城市内做适度的下沉，如 2018 年下沉至杭州下辖的淳安县。华南区域则选择深耕深圳、广州、佛山、东莞、中山几

座城市, 其他城市如汕头、珠海、肇庆则进驻时间较晚, 而且在投资总量上较为克制。中西部及西南区域则选定武汉、成都、郑州、西安、重庆几座核心城市, 其他城市黄冈、十堰、宜昌等城市则保持少量介入。

城市的投资安排上表现出明显的持续性, 武汉、苏州、南京、深圳、杭州、上海、广州、郑州、佛山、东莞、宁波、重庆、嘉兴等城市在 2015 年至 2020 年上半年基本保持各年持续的资源获取, 其中, 武汉、苏州、南京三城的新增土地储备计容建筑面积累计均超 300 万平方米, 成都、深圳、南通、杭州四城的新增土地总量也均在 200 万平方米以上, 上海、天津、广州、郑州、合肥等 11 座城市的新增土地储备总量也在 100 万平方米以上。

坚持少量的城市、持续深耕的投资决策能够为招商蛇口带来明显的聚焦效应, 企业在各区域核心城市能够有效形成影响力, 而也正因为为核心区域的站位能够帮助企业更好抵抗外部环境的不确定性, 提高企业在风险防御上的抵抗力, 这也正是在疫情冲击的情况下, 企业的销售业绩能够强势复的关键因素所在。

图表: 2015-2020H1 招商蛇口新增土地储备城市分布 (按计容建筑面积, 万平方米)

城市	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	总计	城市	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	总计
昆明	15.1		175.6		280.5		471.2	湛江				57.7			57.7
武汉	20.2	98.2	42.6	100.6	32.8	66.3	360.8	无锡			20.9	21.6		12.5	54.9
苏州	12.3	106.4	66.2	39	71.2	40.6	335.6	镇江	26.1		11.5	10.8	5.7		54.2
南京	54	43.5	43.8	126.2	45.2		312.7	中山			10.9	14.2	27.2		52.3
成都	75.7			17.5	10.9	178.3	282.4	温州					51.9		51.9
深圳	64.4	154.3		10.2	25.8	16.5	271.3	济南			10.3	34.7			45
南通			12.7	54	140.9	39.1	246.7	汕头						44.4	44.4
杭州	11.1	43.5	29.3	92.8	9.9	21.4	208.1	常州			18.3			19.3	37.6
上海	21.3	42.5	47.6	9.8	43.4	27.7	192.2	台州					34.4		34.4
天津		42.5	38.1	73.6	33.4		187.5	三亚					32.8		32.8
广州	16.9	26.3	40.6	40.9	31.8	9.5	165.9	长沙					30		30
郑州	35.2		36.6	33.1	32.9	3.9	141.6	赣州			29.9				29.9
合肥			83.9		49.4		133.3	珠海		24.5	3.4				27.9
西安				4.1	87.8	36.3	128.2	淳安				23.4			23.4
佛山	9.9	17.2	71.3	13.8	14.4		126.7	沈阳			9.3	13.1			22.3
东莞	21.5		6.9	15.2	24.8	52	120.4	烟台					20		20
大连		36.1	8.1	43.9	19.8		107.9	福州				9.1	9.4		18.5
厦门	85.2		20.7				105.9	襄阳					18.2		18.2
徐州				104			104	琼海					6.4	10.5	16.9
宁波	10.1	35		31.7	14.9	7.7	99.4	漳州			11.5		4.8		16.3
重庆			20.3	39.8	28.5	7.4	96.1	黄冈			7.6		6.9		14.5
青岛			51.6		30.8	7.1	89.5	肇庆					14.2		14.2
北京		34.6	16.6	9.9	27.7		88.8	昆山				14			14
嘉兴			3.6	42.6	22.6	18.9	87.9	长春					12.5		12.5
绍兴			44.4	34		9.4	87.8	扬州					12		12
宜昌				86.9			86.9	张家港					11.9		11.9
十堰				72.6			72.6	香港					8.9		8.9

城市	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	总计	城市	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	总计
南宁		17.8	7.5	15.4		24.2	64.8	哈尔滨						5.9	5.9
太仓	19.9			41.5			61.4	柳州					5.5		5.5
常熟			21.7	6.5	29.7		57.9	境外			0.5	1.1	0.9	1.8	4.2
-	-	-	-	-	-	-	-	总计	499	722.3	1023.6	1359.3	1423.1	660.4	5687.8

资料来源：亿翰智库，企业年报

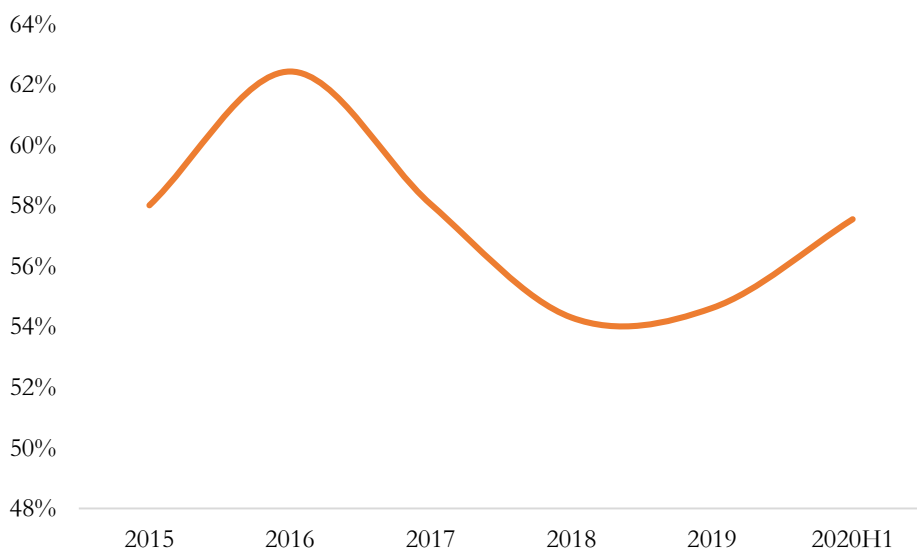
备注：境外包括新西兰、奥克兰等城市。

### 1.2.3 懂得借力—权益占比在 60%，互利共赢

互利共赢、抱团取暖是企业为实现规模快速扩张、减轻资金压力最常采用的方式之一。招商蛇口也深谙此道，2015 年至 2020 年上半年，招商蛇口新增土地储备权益占比也均在 65% 以内，2018 年最低至 54%。

借助同样之力谋求发展对企业成长具有强大的正向推动力，不仅缓解了企业自身的资金压力，而且能够各取所长，最大化各方优势，补足企业在项目操作、项目运营等方面的短板。这也是招商蛇口能够实现业绩快速增长，并能够在央企之中增速居前的最主要原因。

图表：2015-2020H1 招商蛇口新增土地投资权益占比走势（按面积口径计算）



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：权益占比=新增土地储备权益计容建筑面积/新增土地储备计容建筑面积\*100%。

## 二、南油股权收购终止，但对前海资源的期待并未改变

行业内对于招商蛇口最大的期待项之一莫过于前海优质土地资源的变现，毫无疑问，前海的土地资源也是企业自身的最大期待，为此，招商蛇口也在不断做出努力。

对于南油集团的收购事项也是为了更好把握前海优质土地资源，从招商蛇口发布公告欲收购南油集团股份，到最终交易终止，整个过程经历多次变动。

### (1) 引入平安为战略投资人

2020年6月5日,上市公司与平安资管、平安人寿签署了《战略合作协议》并与平安资管签署了《非公开发行股份认购协议》,上市公司拟通过本次募集配套资金引入平安资管、平安人寿成为上市公司的战略投资者。

### (2) 与深投控签订收购协议

2020年6月8日,招商蛇口与深投控签订协议,以发行股份、可转换公司债及支付现金购买深投控持有的南油集团24%的股权,其中以发行股份、可转换公司债及现金方式支付的对价分别占本次交易对价的2.5%、47.5%和50%。同时,招商蛇口拟向战略投资者(平安资管、平安人寿)非公开发行股份募集配套资金将用于支付本次交易中的现金对价。

2004年9月,深投控与招商局集团签署《关于南油集团增资和重组协议》,由招商局集团对南油集团进行增资重组,重组后招商局集团子公司深圳南油控股有限公司与深投控分别持有南油集团76%、24%的股权,若此次交易完成后,南油集团将成为招商蛇口全资下属公司,进一步增强了招商蛇口对于前海自贸投资的控制,有利于提高其在前海片区享有的资源价值,使公司的整体价值得到有效提升,有助于增强公司的核心竞争力。

图表:南油集团土地资源情况(万平米)

序号	宗地名称	位置	登记终止日期	土地用途	土地面积
1	前海湾 T102-0192	南山区妈湾大道	2056/12/30	物流用地	8.38
2	前海湾 T102-0201	南山区临海大道	2056/12/30		1.00
3	前海湾 T102-0206	南山区临海大道	2056/12/30		0.83
4	前海湾 T102-0191	南山区妈湾大道	2056/12/30	仓储用地	7.08
5	南油幼儿园	南山区华明路南兴南路西	2034/11/2	幼儿园	0.47
合计					17.77

资料来源:亿翰智库,企业公告

### (3) 交易方案更改,战投事项终止

2020年9月11日,招商集团召开第二届董事会2020年第十二次临时会议,审议通过了《关于公司调整本次交易方案的议案》等议案,对本次交易方案进行调整,取消募集配套资金安排。根据调整后的交易方案,平安资管、平安人寿不再参与本次交易。公司拟通过发行股份、可转换公司债券的方式,向深投控购买其持有的南油集团24%股权。同日,招商蛇口就取消募集配套资金安排与平安资管签署了《招商局蛇口工业区控股股份有限公司与平安资产管理有限责任公司之附条件生效的非公开发行股份认购协议之终止协议》。

2020年9月14日,招商蛇口发布《发行股份、可转换公司债券购买资产报告书(草案)(修订稿)摘要》,表示因募集配套资金取消,原向深投控支付的现金对价转为以发行股份的方式支付。

图表：配套融资取消前后，招商蛇口向深投控支付对价情况

支付交易对价方式	配套融资取消前		配套融资取消后	
	支付交易对价金额 (亿元)	支付交易对价比例	支付交易对价金额 (亿元)	支付交易对价比例
普通股	1.76	2.5%	36.94	53%
可转换公司债	33.42	47.5%	33.42	48%
现金	35.18	50.0%	-	-
交易对价	70.35	100.0%	70.35	100%

资料来源：亿翰智库，公司公告

#### （4）股权收购事项终止

2020年11月13日，招商蛇口召开第二届董事会2020年第十四次临时会议，审议通过了《关于公司终止发行股份、可转换公司债券购买资产的议案》、《关于公司与深投控签署的议案》，同意终止以发行股份、可转换公司债券的方式向深投控购买其持有的南油集团24%股权事项，与深投控签署本次交易终止协议，并向中国证监会申请撤回相关申请文件。自此，历时近6个月的股权收购事项最终以失败告终。

收购南油股份事项的终止，其背后原因或在于行业整体政策导向所致，融资端政策收紧无疑是控制行业风险的最大着力点，定向增发类的股权性融资收紧是政策趋严的方向之一，同样，中国恒大与深深房的重组事项持续四年仍旧以失败告终也或有此因素所致，未来房企以股权形式融资的途径可能将再度被严厉封堵。

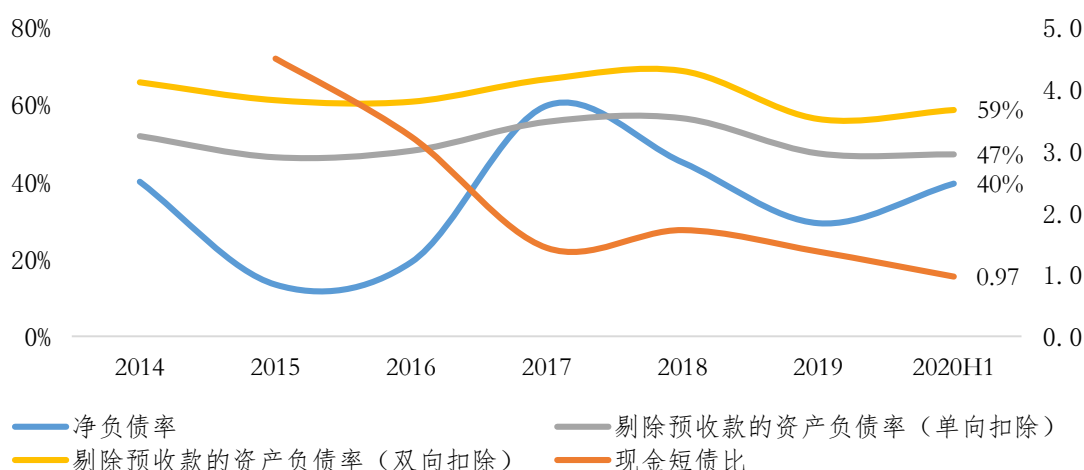
前海的土地资源稀缺，价值较高，但项目推进难度较大，或因土地规划问题，或因产权问题，亦或因法律纠纷等原因，项目进展缓慢。2020年上半年年报显示，招商蛇口在前海土地整备范围内共拥有计容建筑面积455.84万平米的项目储备（不含人才用房），截至2020年6月底有392.81万平米的项目储备未开工。在蛇口太子湾片区共拥有计容建筑面积170万平米的项目储备，截至2020年6月底有61.1万平米的项目储备未开工。尽管如此，招商蛇口对于前海资源的强力期待不会有任何改变，预计未来企业在此处的资源的完整获取上仍将有持续性动作，包括再度进行南油集团股权收购等。

### 三、转让股权的背后也并非完全缺钱，优化结构是当务之急

#### 3.1 招商蛇口股权转让的背后是为理清内部障碍

招商蛇口作为央企，相较于多数企业而言，其在融资和资源获取上具有明显优势，而且“三道红线”指定的净负债率、现金短债比、剔除预收款的资产负债率三个指标基本处于合理范围，净负债率、剔除预收款的资产负债率均在临界范围内，至2020年6月30日，现金短债比为0.97倍，总体上看，企业财务报表范围内的杠杆率水平处于合理水平，企业整体的偿债压力较小。

图表：招商蛇口“三道红线”指标走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

我们观察到，2020年以来，招商蛇口也多次向外进行项目股权出售，但从企业的杠杆率水平来看，招商蛇口好像也并不缺钱，那么招商蛇口为何做出项目股权转让行为呢？

通过拆解招商蛇口项目股权转让情况，我们发现，招商蛇口出现股权的项目主要有以下几种情况：

**第一、亏损类资产。**11月2日，招商蛇口拟转让深圳市太子湾商储置业有限公司100%股权及2.38亿元债权，转让底价109816.45万元。2019年，深圳市太子湾商储置业有限公司营业收入为0，营业利润为-31.89万元，净利润为-23.93万元。截至2020年8月31日，营业收入为0，营业利润为-21.48万元，净利润为-31.23万元。

**第二、高价类资产。**9月10日，招商蛇口拟为徐州宁盛置业引入1家投资方，对应持股比例49%，拟募集资金金额不低于7.84亿元。徐州宁盛置业有限公司成立于2020年6月24日，为徐州铜山项目的项目公司，此项目为招商蛇口经过796轮的竞价，以24.112亿元拿下，成交楼面价6578.51元/平米，溢价率138.45%，成为当之无愧的地王项目。

**第三、成本类资产。**9月23日，招商蛇口拟转让深圳市乐艺置业有限公司49%股权，转让底价60731万元。乐艺置业的核心资产为位于深圳蛇口太子湾片区一宗DY01-04商业地块，土地面积5089.98平米，计容建筑面积2.3万平米。11月7日，招商蛇口发布公告称，招商蛇口及全资子公司达峰国际拟以公开挂牌的方式转让本公司持有的招盛阁置业100%的股权及13811.53万元债权，及达峰国际持有的明华海员100%的股权、达峰国际对明华海员享有的债权7019.85万元。交易标的的挂牌底价合计为414515.97万元。明华海员持有位于深圳市南山区蛇口的明华国际会议中心。明华国际会议中心证载建筑面积为8.26万平米，由A、B、C座三栋建筑组成。A座为地下2层、地上6层；B座无地下室，共26层；C座为地下2层，地上25层，用途分别为酒店、公寓、写字楼及附属商业用房。

图表：招商蛇口项目股权转让情况

时间	交易标的	交易总价
9月10日	徐州宁盛置业 49%股权	不低于 7.84 亿元
9月15日	5 栋办公楼及 1 栋酒店，共计 260 户约 3.08 万平方米建筑面积以及 268 个地下车位	5.27 亿元
9月23日	深圳市乐艺置业有限公司 49%股权	底价 60731 万元
9月29日	深圳市湾景置业有限公司 51%股权	不低于 53429 万元
10月21日	武汉招盈汉都置业有限公司 30%股权	底价 2136.291 万元
11月2日	深圳市太子湾商储置业有限公司 100%股权及 2.38 亿元债权	底价 109816.45 万元
11月3日	深圳市商启置业有限公司 49%股权	底价 260164 万元
11月7日	招盛阁置业 100%股权及债权 13811.53 万元； 明华海员 100%的股权及债权 7019.85 万元	底价 414515.97 万元

资料来源：亿翰智库，企业公告

招商蛇口股权转让的主要诉求无外乎以下几点：

- 第一、高价资产引入合作方，减轻资产压力，实现风险共担。**
- 第二、亏损资产出让，促进资产结构优化，实现轻装上阵。**
- 第三、成本资产转让，避免资金进一步沉淀，为企业减负。**

客观上来说，招商蛇口的先天优势是多数其他同行无可企及的，而且其项目股权转让动作的目的也在于让三道红线完全达标，从其历年的发展风格来看，全年维度的数据口径，企业毫无疑问处于“绿色”一档，而截至 2020 年 6 月 30 日的现金短债比之所以不足 1 倍，主要原因还在于疫情的突发对企业的现金回流造成了一定影响。

招商蛇口的一系列项目股权转让行为更多的是目标于长期，就当前的形势来看，房地产行业融资趋紧的趋势不会有大的变动，“三道红线”将影响最深远的政策所在，这就决定企业的规模增速一定程度上已被限制，外部不确定因素已然确定的情况下，招商蛇口所必做所必为必将是更好理清企业内部因素之间的相连和相关性，保证内部循环畅通，将一切可能制约企业迈步的障碍完全清除。

### 3.2 股权转让成为潮流，先做“减”而后做“加”

行业的固有规律所在，房企的行为通常具有趋同性和一致性，招商蛇口的行为也是行业整体形势的缩影。

#### 3.2.1 集团层面引入战投，发展质量是核心保障

由于前期高杠杆式的扩张，房企规模增长的同时，企业的负债、杠杆率都处于相对高位，而企业也在有意识进行债财务结构的优化和调整，“三道红线”政策的出现更是加速了企业这一动作。从集团/企业层面来看，引入战略投资者是企业较常用的方式之一，降杠杆的作用也立竿见影，保险资金及由金融背景的企业成为企业引入战略投资人的主要方向之一。

2020年9月,阳光城向泰康人寿、泰康养老转让13.53%的股份,共计5.5亿股,泰康人寿、泰康养老成为阳光城的战略投资人,为此,阳光城也向其做出长达10年的业绩承诺:以2019年公司归属于上市公司股东的净利润(以下简称“归母净利润”)40.2亿元为基础,公司归母净利润应满足以下要求:

前5年(即2020年至2024年)公司归母净利润每年年均复合增长率不低于15%且前5年累积归母净利润数不低于340.59亿元(即,为达到前5年累积归母净利润数公司归母净利润平均年增长率应高于18.13%)。

后5年(即2025年至2029年)内,各年承诺归母净利润数分别为101.72亿元、111.90亿元、123.08亿元、129.24亿元、135.70亿元,如出现任一会计年度的实际归母净利润小于承诺归母净利润,则阳光集团应对上市公司进行现金补偿。

对于阳光城而言,引入保险资金作为战略投资人确实能够帮助企业实现降杠杆,降负债的目标,但10年业绩承诺对企业而言也将是巨大挑战。而这启示我们,为了迎合战略投资人的诉求,企业的效率、利润和发展质量将是促成成功的最大因素,为了更好地实现财务结构的优化,保障企业高质量,高效益的发展才是根本之道。

除此之外,绿地控股也于2020年7月26日发布公告称“为进一步深化国资国企改革,优化国资布局结构调整,完善公司股权结构,上海地产集团及上海城投集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让所持有的公司部分股份,拟转让的股份比例合计不超过公司总股本的17.50%”。此次股权转让仍在有序推进中,而绿地拟引入的战略投资者或将包括有金融背景的央企,若此次战投引入事项成功完成,对于推动国企改革及企业优化财务结构都将有较大利好。

### 3.2.2 项目层面转让股权,本质在于优化

项目层面,转让项目公司股权是当前房企的普遍做法,企业范围不仅仅局限于中小房企,规模房企也同样频繁做出项目股权转让的动作,包括绿地控股、中国海外发展、中国金茂、华侨城、远洋集团、首创置业等等。

纵观行业内股权转让的情况可以发现,房企的项目股权转让主要有几种类型:

**第一、国企“退房潮”:**非以地产为主业的国企或央企接连将旗下房地产业务板块出让,典型企业如兖矿集团、山东高速、山东环境、国家电网,中国重汽等等。

图表:央企/国企地产业务转让情况

企业名称	资产剥离情况
中国重汽	2018年9月,中国重汽集团开启改革,逐渐剥离客运、物业等非主营业务,将旗下重汽地产100%国有股权转让信息在山东产权交易中心预披露;12月,重汽地产100%国有产权及50.66亿元债权正式挂牌,转让底价为51.49亿元。2020年3月,重汽地产继续降价挂牌,4月底,碧桂园以48亿元的底价接盘
中国烟草	2020年5月29日,中国烟草旗下公司山东将军三名置业有限公司,拟挂牌转让山东将军名郡房地产开发有限公司100%股权及59907.51万元债权,转让底价约6.05亿元
山东高速	6月4日,山东高速资源开发管理集团有限公司挂牌转让山东高速滨州置业有限公司100%国有产权及1.73亿元债权,转让底价1.77亿元,其中股权转让底价为379.65万元

企业名称	资产剥离情况
济南鲁源电气集团	2020年7月底, 济南城市建设万融置业有限公司(原济南西城置业有限公司)以83641万元的摘牌价, 取得济南鲁源电气集团有限公司下属济南鲁源房地产开发有限公司、山东康桥置业有限公司两家房地产公司100%股权及债权
山钢集团	11月9日, 山钢集团拟转让山东地产100%股权, 转让底价合计约20.7亿元
兖矿集团	6月30日, 兖矿集团将出让旗下中垠地产有限公司40%国有股权及234885万元债权, 挂牌底价31.3931亿元

资料来源: 亿翰智库

## 第二、迫于资金或运营压力, 中小房企或将项目完全转让以实现减负或业务退出。

2020年新湖中宝分别向融创中国、绿城中国出让项目股权, 2020年4月以41亿元的价格转让上海、沈阳、启东等项目部分股权, 实现项目层面的深入合作; 5月投资入股绿城中国, 获得其12.95%的股权, 成为绿城中国第三大股东, 2020年11月, 向融创中国出让启隆实业50%的股权及相应权利和权益, 交易总价为38亿元、启辉实业35%的股权及相应权利和权益, 交易总价为11.435亿元。

启隆实业、持有上海亚龙古城国际花园项目, 项目总面积为9.395万平米、其中旧改面积为9.0916万平米)。截止2019年底, 征收签约率已经达到97%, 至2020年11月该地块仅有尚有少量户数未完成拆迁

启辉实业持有平阳伟成100%股权和平阳隆瑞100%股权。其中: 平阳伟成拥有温州西湾项目八宗土地, 土地使用权面积合计41.0714万平米, 规划计容总建筑面积合计不超过90.5408万平米; 平阳隆瑞拥有温州西湾项目六宗土地, 土地使用权面积合计25.9301万平米, 规划计容总建筑面积合计不超过51.8602万平米。

事实上, 新湖中宝与融创中国和绿城中国的合作也非首例, 2019年7月与融创签订项目转让协议代价67亿元。2019年12月与绿城中国也已签订过项目转让协议, 以36亿总价转让项目公司35%股权。

以新湖中宝的体量而言, 其土地储备明显过多(2020年上半年, 其合同销售面积53.18万平米, 同比增13.10%; 合同销售收入71.18亿元, 同比下降6.05%), 截止2019年底, 土地储备总建筑面积; 总建筑面积约2200万平米, 权益总建筑面积约2000万平米, 以每年110万平米销售规模计算, 土地储备存续比也高达11年, 而且拿地的历史较长, 成本相对较低, 其中也包括位于上海核心区域的城市更新项目。但若企业独自开发, 或导致资金紧张, 或因经验不足影响项目进展, 通过项目出让股权或联合开发, 更容易实现共生增长。而且, 对于新湖而言, 入股绿城, 可以做好财务投资, 通过持有绿城股票的方式获取收益, 更加专注于科技投资等。

## 第三、规模型房企项目股权转让主要有几种类型:

其一、“三道红线”政策定向限制房企有息负债增速, 进而影响企业投资决策和规模成长, 而前期企业的发展多依赖杠杆推动, 融资政策收紧, 房企或被动或主动, 而需进入降杠杆的通道中, 项目股权转让是实现资金回流, 降低杠杆的最直接方式之一。

2020年7月, 为了进一步降低企业杠杆率, 中国恒大开始集中出售旗下写字楼、酒店、购物中心、商铺、商业、会议中心等重资产项目, 200多处资产分别位于上海、深圳、杭州、宁波、台州、温州、杭州、长春、重庆、成都、海口、南京等百余座城市。

以中国恒大 8000 亿的体量来看，旗下项目数量众多，并有大型的文旅项目海花岛等，其中附带的重资产部分，如商铺、商业、写字楼、酒店等体量庞大，这些项目的存在将造成资金的大量沉淀，不利于企业资金的高效使用，资产结构的最优化，并会拔高企业的杠杆水平，而且，为了进一步发展，此类型重资产项目只会保持持续增加态势，所以通过项目出让方式对企业减负有巨大作用。

融创中国、绿地控股、富力地产等房企的杠杆率也处于行业较高水平，资产转让都是实现杠杆优化的可选方式。绿地控股、富力地产已然开启资产转让事项，2020 年 11 月 9 日，富力地产发布公告称拟 44.1 亿出售广州国际机场物流园 70% 股权予黑石，拟出让标的物业位于中国广州花都区华东县土地总面积为 1671 亩土地，其中富力地产所拥有总面积约 1,276 亩土地（拥有权将转让予鼎富作为重组事项的一部份），2020 年 11 月 16 日，绿地控股也表示将出售上海和江苏两地共 14 个项目 27 个物业，售价 231 亿元，交易方式多为整栋销售，资产交易和股权交易兼而有之，其中，2019 年开幕的商业存量改造项目绿地柒彩里也位列销售项目列表中，出售列表中的青浦绿地中心、绿地国创大厦、苏州绿地中心等 7 个项目中部分物业目前还未竣工，交付时间最早为一年后，最晚为 5 年后。

就融创而言，在其文化、文旅项目之中，不可避免会有带有酒店等重资产，通过部分资产的出售可为企业降杠杆和资产结构优化带来正向作用，预计未来企业也采用此方式实现减负。

除了中国恒大、融创中国、绿地控股、富力地产之外，行业内其他房企也可能会面临同样问题，在资源获取时不可避免会附带买入成本类资产，酒店、商业、写字楼等业态的存在一方面影响企业资金的使用效率，另一方面也会影响企业规模成长的速度，所以，对于无意愿或无运营经验的房企而言，通过转让可以快速实现资金回流，并能进一步优化资产结构和财务结构。

对于像中国恒大、绿地控股、招商蛇口等企业，之所以需要在此关头出售（出让）资产，主因还是在于历史因素造就，这也并不该过度评价或解读。从未来，从长远的角度来看，企业在行动上积极做出安排毫无疑问是明智之选，只有理清了内部的逻辑，清除了未来发展道路上可能存在的历史留存障碍，企业的长久之行才更容易成行。

其二、开发或运营压力较大的项目，以股权转让的方式引入合作方共担风险，或完全退出。房企在投资端难免会出现不尽人意的情况，对于操作难度大，企业自身能力不足的项目，通过引入合作方的方式，一方面可以提高项目操作及运营的效率；另一方面也可以减轻企业资金压力，丰富企业项目开发和运营经验。对于长期开发或运营无望的项目，通过项目股权的完全出让，可以有效盘活资金，促进资源和资金的快速，有效循环，以保证企业运转的正常秩序。

为此目的转让项目股权的最显著的案例无外乎万科地产为广信资产包引入战投的事项。2020 年 6 月 30 日，广州万科将持有的广州万溪 50% 股权转让给战略投资者。战略投资者为由中国信达资产管理股份有限公司、深圳市绿景华城实业发展有限公司等 7 家公司共同委托中信信托有限责任公司发起“中信信托·广州万溪股权投资集合资金信托计划”。

从 2017 年 6 月到 2020 年 11 月，万科持有广信资产包的时间已三年有余，当时获取广信资产包的总代价为 551 亿元，截止 2020 年 6 月，万科地产为广信资产包累计投入

470.40 亿元，其中广信资产包转让对价已累计支付 416.00 亿元（后续仍需支付 135.00 亿转让对价），其他费用、支出、以及投入的项目运营资金共计 54.40 亿元。

此次战投的引入事项完成，万科地产将可收回合计 390.4 亿元的资金，这于万科地产当属赚的满满当当的买卖，对于一直以来以现金流为先的万科地产来说，引入战投对企业而言是最优的选择。

图表：广信资产包交易进程

时间	事项
2017.6.28	2017 年 6 月 28 日，公司第十七届董事会审议同意公司参与竞买广东国投属下房地产公司股权及相关债权（简称“广信资产包”）这一不良资产包，并授权公司根据需要引进有能力的合作方共同经营。
2017.6.29	2017 年 6 月 29 日，广州万溪通过现场公开拍卖竞得广东国投对广东省信托房产开发公司（简称“广信房产”，现已更名为广东省信托房产开发有限公司）和广东国际信托投资公司广州房地产分公司（简称“广州分公司”，现已更名为广州广信地产有限公司）的投资权益及相关债权，成交价为 551 亿元
2017.7.4	2017 年 7 月 4 日，广州万溪、广州万科与广东国际信托投资公司破产清算组签署《对广东省信托房产开发公司 100%投资权益和债权以及对广东国际信托投资公司广州房地产分公司 100%投资权益转让协议》
2019.1.9	广州万溪与破产清算组签署《关于改制土增税预估及转让款确认书》，双方结束对两家公司的共同监管，破产清算组于 2019 年 1 月 9 日向广州万溪移交两家公司的实际控制权
2019.8.29 /12.2	广信房产和广州分公司分别完成改制，从全民所有制企业改制为有限责任公司，此时广州万溪引入合作方的前期准备工作方才完成。
2020.6.30	万科企业股份有限公司第十八届董事会第三十二次会议，以通讯表决方式审议通过了《关于广信资产包引入战略合作的议案》，同意下属企业广州万科将持有的广州万溪 50%股权以 70.4 亿元转让给战略投资者（含 30.4 亿元的预付溢价款），同时收回前期向广州万溪或广信资产包提供的股东投入共计 320 亿元，共计可收回 390.4 亿元的资金。交易完成后，广州万溪将由公司的全资子公司变更为持股 50%的合营公司。

资料来源：亿翰智库，企业公告

广信资产包拥有资产组合为位于广州市核心区域 16 宗可开发土地，对应权益计容建筑面积约为 210.98 万平方米（以最终的规划为准），其中约 98%均位于荔湾区、越秀区等广州核心区域，包括位于荔湾区的**花地湾地块（最大地块，属于城市更新项目，包括碧桃苑（A1 区）、牡丹苑（C1 区）、荷花苑（D1 区）**，业态涵盖住宅、商业、办公）；越秀区的万福花园、荣华南地块；白云区的金兰花园、丹桂花园、春兰花园，位于黄埔区的普晖村待开发项目等资产。

从项目属性和项目进展来看，截止 2020 年 11 月，广信资产包内项目能够率先成功入市的项目仅有万科金域曦府（花地湾目之一玉兰苑）和万科喜悦里（丹桂园），其他项目进展相对缓慢。广信资产包作为超过 20 年的不良资产，未来发展仍存在一定的不确定性，

**(1) 权益可建设面积存在不确定性。**一方面，核心资产花地湾地块，其现行城市控制性详细规划、历史修建性详细规划方案批复、国有土地出让合同的约定与2017年广信资产包拍卖时评估报告陈述的权益可开发计算容积率建筑面积均不一致。2017年拍卖评估建设量是预估数，单宗地实际能实现的建设量均存在不确定性，部分项目有增加可能性，部分项目有减少可能性。另一方面，花地湾地块的历史融资合作情况复杂，拍卖完成后，部分历史合作单位仍要求按签署的历史协议条款继续履行融资合作。因各方诉求存在争议，融资合同所涉及的面积极属存在较大的不确定性。

**(2) 诉讼和债务风险仍待解决。**截至2020年月，已完成1257宗历史执行案件的结案，但仍有约1500宗执行案件和外部债务待解决，金额约23.91亿元。未解决的诉讼和债务可能会引起土地查封、抵押、失信、房屋与地块占用以及存款冻结等问题，需要与利益相关方商谈并最终妥善解决。

**(3) 部分土地清收时间暂不确定。**截至2020年6月，土地清收率达到46%。后续部分土地因涉及到与历史融资单位的合作、与村集体的权属红线重叠以及历史遗留的征地复建问题尚未解决，土地清收时间暂无法确定。

引入战略投资者之后，万科地产能够快速回收现金，实现现金为王的目标；引入的战投在不良资产经营、城市更新及改造等方面有一定经验和优势，能够有效补足万科地产的弱势，有助于加速资产包盘活，迅速提升并释放资产包价值。

**其三、企业在前期资源获取中，或带有一定的运营型项目，或产业、或办公、或酒店业态，此类项目都需要资金的长期支持，股权转让能够快速实现资金回流，避免更长期的资金沉淀。**

**其四、前期为了规模扩张，获取项目中不免存在质量欠佳的资源存在，通过项目股权转让可以达到结构优化效果，对于长期的良性发展助益良多。**

**其五、通过项目股权出让获得超额收益，企业持有或获取项目一定时间之后，通过转让可以使企业获得超额收益，因此企业会选择将项目股权出售，这将予企业带来更高效益。**

**其六、出让非核心或盈利性相对较弱的业务，更高效的聚焦核心主业，进一步优化既有资源的配置，使各要素能够在企业内部形成良好的循环。**典型如中国恒大、蓝光发展、华发股份等。2020年10月22日，蓝光发展发布公告称，蓝光发展、蓝迪共享已将其持有的成都迪康药业100%股份转移至汉商集团及其子公司汉商大健康名下，标的公司股份交割已经完成。本次转让作价9亿元，交易完成后，蓝光发展将退出迪康药业。

2020年11月1日，中国恒大集团下属全资子公司，与申能（集团）有限公司、广汇实业及孙广信先生签订协议，将其持有的广汇实业40.964%股权转让予申能（集团）有限公司，总代价为148.5亿元。

2020年11月11日，华发股份发布拟出售子公司股权暨关联交易的提示性公告，公告显示，为进一步优化公司业务结构，聚焦房地产主营业务的发展，公司正在筹划将公司持有的珠海华发景龙建设有限公司50%股权、公司全资子公司珠海华薇投资有限公司持有的建泰建设有限公司40%股权出售给深圳市维业装饰集团股份有限公司。维业股份以现金方式支付股权对价。交易完成后，公司及华薇投资将不再持有华发景龙及建泰建设的股权。

图表：E50 房企项目（股权）转让情况

企业名称	时间	转让标的	转让股权或债权	(拟)交易总价 (亿元)
中国恒大	2020.7.8	旗下的写字楼、酒店、购物中心、商铺、商业等非核心业务资产，共计超过200处		
万科地产	2020.6.30	广州万溪	50%股权	70.4亿元
绿地控股	2020.11.16	上海和江苏两地共14个项目 27个物业	多为整栋销售，资产交易和股权交易兼而有之	该资产包的所有资产价值加总共计约为231亿元
中国金茂	2020.11.12	常州蓝翼飞机制造厂地块	45%股权	8.66亿元
金科股份	2020.10.27	广州中新镇项目地块	49%股权	2450万元
富力地产	2020.11.9	广州国际机场物流园	70%股权	44.1亿元
华侨城	2020.7.30	太原侨辰置业有限公司	60%股权及有关债权	底价9.63亿元
	2020.7.31	潮州华侨城实业有限公司	51%股权及5455.947万元债权	底价6873万元
	2020.8.10	无锡兆禾文化旅游发展有限公司	16%股权及4967.97万元债权	底价5136.06万元
	2020.8.21	深圳市和冠房地产开发有限公司	95%股权	底价3.42亿元
	2020.8.24	东莞华实房地产开发有限公司	10%股权	底价421.99万元
	2002.9.4	丽江博丽酒店管理有限公司	100%股权	
	2002.9.11	温州华侨城投资发展有限公司	51%股权及相关债权	
	2020.9.25	衡阳雁来置业有限责任公司	100%股权	底价63910.15万元
	2002.10.9	大理华侨城杨丽萍大剧院有限公司	95%股权	
	2020.10.10	常熟市沙家浜华鼎置业有限公司	70%股权及相关债权	底价1.31亿元
	2020.10.15	香格里拉蓝月山谷旅游开发有限公司	46%股权及相关债权	
	2020.10.15	香格里拉市石卡雪山索道开发管理有限责任公司	46%股权及相关债权	
	2020.11.2	武汉天创置业有限公司	30%股权及相关债权	底价19.77亿元
	2020.11.6	温州华侨城投资发展有限公司	51%股权	底价为2.7亿元
首开股份	2020.11.12	北京隽兴房地产开发有限公司	49%股权	底价49万元
首创置业	2020.11.11	北京大瓦窑项目	14.99%股权	869,435元

资料来源：亿翰智库

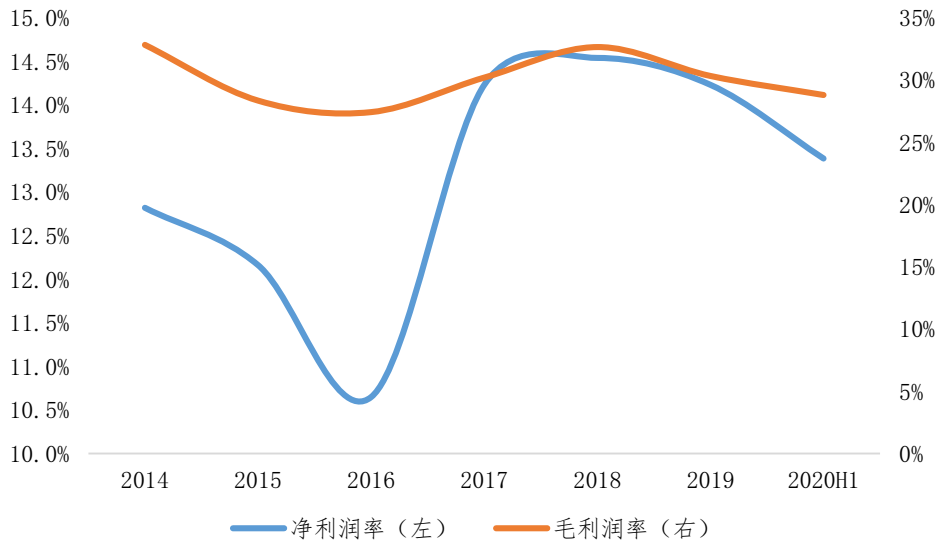
项目股权转让只是工具，是实现企业迭代发展的手段，没有“三道红线”的出现，企业的这一行为也必将产生，“三道红线”无疑加速了企业实践的展开，特别是对非央企/国企或具有资源加持的房企而言，成长的动力更多的需要依赖于企业自身，内部动能充足

才能保证企业能够迎合对于未来的期待，否则将何以安身立命。股权转让才刚刚开始，房企仍需加大非核心/非优质项目股权的出让，做好“减”，以便更好安排“加”。

#### 四、利润率低至个位数，持续性因素仍需强化

利润率无法延续上升趋势已在行业内达成共识。从E50房企利润率走势来看，其净利润率在15%以内，2020年上半年由于疫情等因素影响，房企净利润率出现明显下滑，E50房企净利润率在13%，较2019年下滑0.8个百分点。

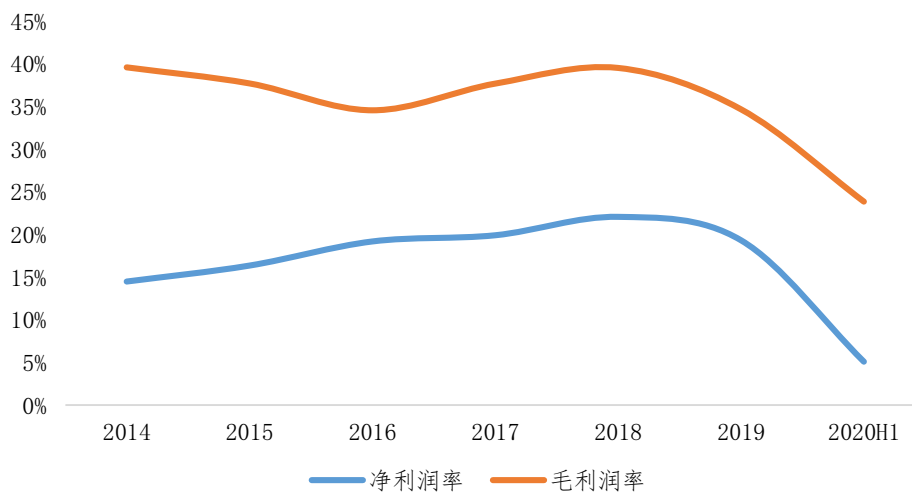
图表：E50房企利润率走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

从各完整年度招商蛇口的利润率表现来看，2014年至2019年，其净利润率平均较E50房企净利润率高出5个百分点，毛利润率高出7个百分点，总体来看，其利润率仍然处于行业相对理想状态，而这也与企业的业务模式有关。

图表：招商蛇口利润率走势

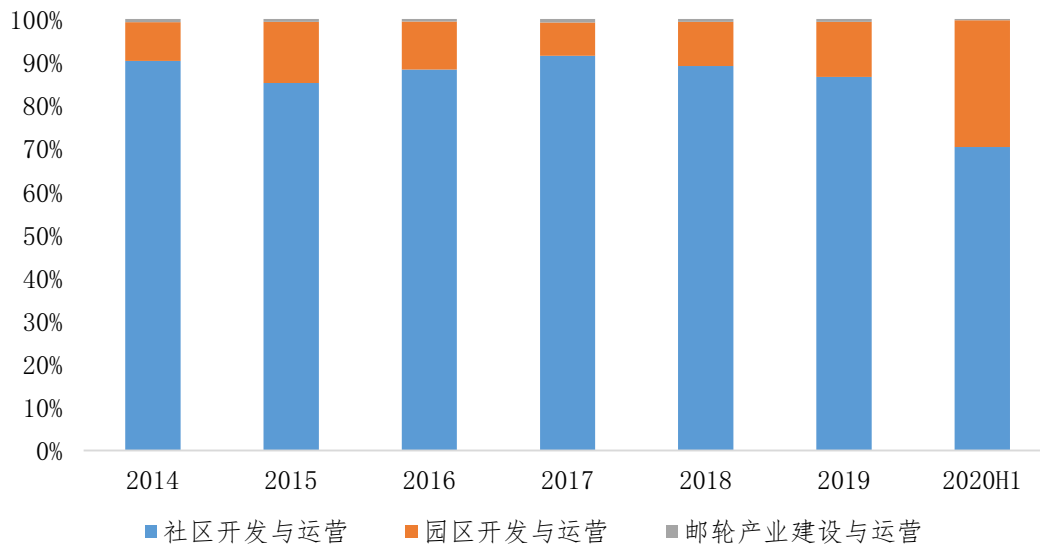


资料来源：亿翰智库，企业年报

从不同业务的收入构成上来看，社区开发与运营的收入贡献率基本保持在 88% 以上，园区开发与运营业务收入占比在 10% 以上，所以这两大业务板块的利润率变动情况决定了企业整体的利润率水平。

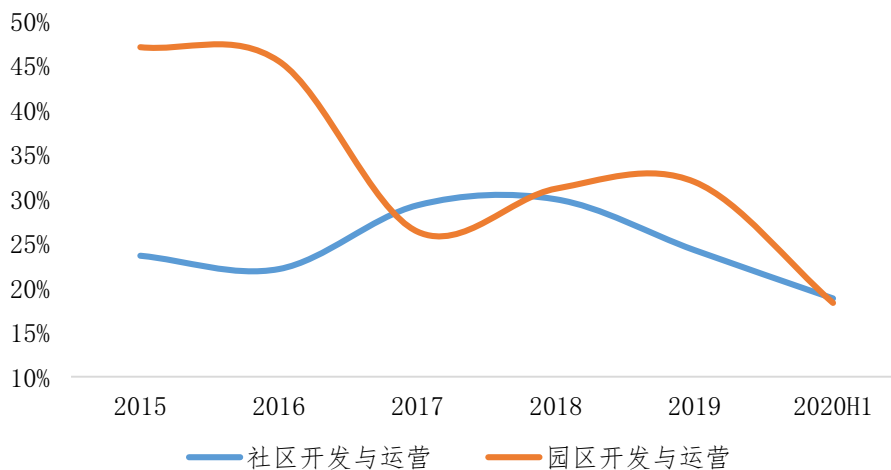
整体上看，园区开发与运营业务的利润率水平高于社区开发与运营，但社区板块利润率相对稳定，园区板块利润率则波动相对较大，也就意味着，**欲保证企业利润率的稳定性，核心还需从社区业务板块入手，保证社区开发与运营业务运转的持续性和稳定性才有助于把握整体利润率的走势。园区开发与运营业务板块更大意义上是企业整体利润率的调整项。**

图表：招商蛇口不同业务板块营业收入贡献率情况



资料来源：亿翰智库，企业年报

图表：招商蛇口社区与园区业务毛利润率走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

2020 年上半年，在疫情影响下，多家房企的利润率均出现了不同程度的下滑，招商蛇口净利润率下滑至个位数 5%，主要原因在于：第一、社区业务板，房地产业务结转规模增加，此业务板块营业收入同比增长，但受结转产品类型、地区结构及限价政策影响，毛

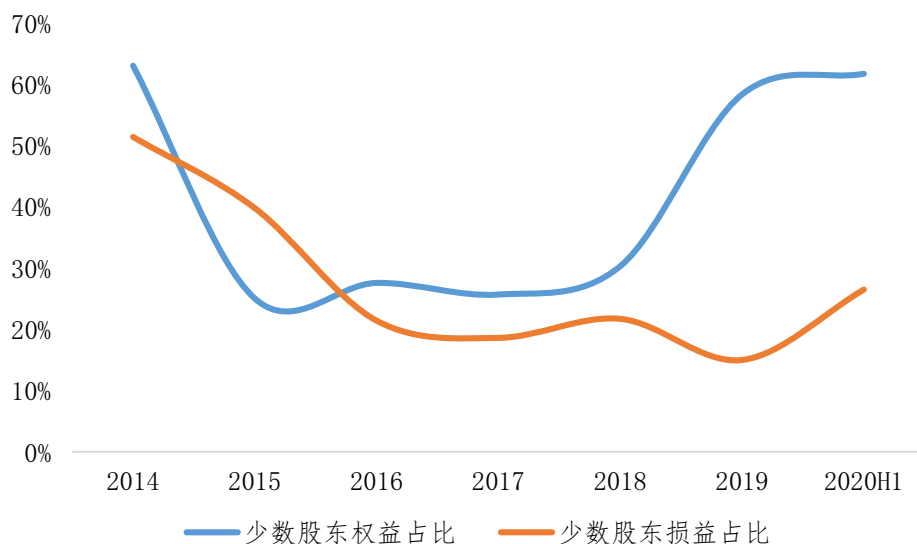
利润率下滑 4.32 个百分点；第二、园区业务板块收入结构变化，物业管理业务收入占比上升，而且疫情对园区租赁业务也造成了直接影响，毛利润率下滑 18.24 个百分点。

从净利润的绝对量来看，2020 年上半年，招商蛇口实现净利润 12.42 亿元，同比下降 71%，主要原因在于归属于上市公司股东的净利润由 2019 年同期的 48.98 亿元下滑至 9.13 亿元，同比降幅达 81%。归属于上市公司股东的净利润大幅减少主要源于两个方面：**第一、基数效应**，2019 年同期，招商蛇口通过增资扩股转让子公司股权产生税后净收益 22.26 亿元；**第二、疫情影响**。由于疫情的突发，企业采取减租免租、暂缓开工等举措，经营业务受到一定影响，营业收入和投资收益较预期减少。

在影响房企利润率的因素中，无论是疫情还是项目公司股权转让都属于非经常性因素，企业也不太可能提前做好准备和预防。但房地产开发业务板块，企业确可在前期做出一定安排和调整以确保营业收入和利润指标的稳健性，如新增土地投资的区域/城市安排，拿地价格控制，产品类型配比。

另外，通过比较少数股东损益与少数股东权益的走势，我们可以发现，少数股东权益占比迅速上升，少数股东损益占比则在下滑后保持相对稳定，少数股东权益占比明显高于少数股东损益占比，且少数股东权益占比与少数股东损益的占比在逐步拉大。少数股东权益占比上升无疑是由于企业权益占比下降所致，而两者之间逐渐拉大的差距，背后或由项目本身利润率情况所致，企业也需要警惕由于明股实债的操作方式可能会带来的风险。

图表：招商蛇口少数股东损益占比及少数股东权益占比走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

## 五、“地王”是种手段，能克制则克制

### 5.1 “地王”是手段，引导企业向前

行业竞争环境日益严峻，企业间的竞争强度也非以前可比。在行业增长空间被控的情况下，房企争抢资源的意愿也越发强烈，无论是公开市场的资源获取，还是城市更新领域的货值储备，房企是否都在抱着先把资源抢到再说，而且也由于资源的稀缺性，土地价格的上升也成为必然趋势，地王的诞生也自然在情理之中。

可以发现，“地王”项目的产生主要有几种情境：

**第一、新（核心）城市的战略性进驻。**由于资源的集聚性，核心城市总是聚集了大量规模性房企及势头强劲的本地房企，这样一来，外部房企欲布局时，难度就必然会明显加

大，因此企业在选择进驻时，面临众多房企的夹攻，房企的拿地成本大概率会有显著提高。

第二、**稀缺板块紧缺资源的补充**。物以稀为贵是自然规律，土地资源也不例外。2020年出现的几大地王项目也使得大家印象深刻：

一是，上海徐汇滨江地块，2020年2月21日由香港置地以**310.5亿元**拿下，创造上海总价地王的制高点；

二是，厦门历史上首个百亿地王一思明2020P01地块，此地块在4月22日由中骏集团以103.55亿元摘得，楼面价50598元/平方米，溢价率43.82%，土地总建筑面积21万平米，地块限价不得高于70800元/平米；

三是，深圳前海T102-0346地块，该地块采用“双限双竞”方式出让，最高限价115.97亿元，房企需缴纳近40亿元的竞买保证金，5月15日龙光集团以115.97亿元+配建人才房40760平方米获得，面价为6.3万元/平方米，商品房最高销售均价为10.7万元/平方米（毛坯价，不含装修）。时隔半年，11月12日，前海又一宗“双限双竞”宅地出让，经过超百轮竞价，最终金地+电建+华润+前海控股联合体以81.519亿元的最高限价，加上配建28400平方米的人才住房拿下，溢价率达45%。

对于“地王”或者说“高价地”，我们不认为这类字眼不见得完全负面的字眼，高价的土地确实会摊薄房企的利润情况，甚者会使企业资金链断裂，使得企业轰然倒塌。但也正因为大的风险存在，企业所能从中获取的也更多：**实现核心区域的站位，为后期的持续强化深耕奠定基础；占有核心资源，强化企业品牌，最大化释放企业价值。**如上，厦门思明区、深圳前海区都属于城市内资源寸土寸金的区域，抢到最核心、价值最高的资源无疑会奠定企业在城市甚至在区域的核心地位，金地集团通过前海项目的获取成功实现前海区域的进驻，并实现多年来深圳的重回，华润置地则进一步巩固了企业在深圳的核心优势。

**拿“地王”或者“高价地”只是一种手段或者说工具，房企借此可以实现自身的诉求。**获取这类土地资源的企业不见得自己没有算过大账，在企业自身的规划中，“地王”或者“高价地”所能给企业带来的也远非我们直观所能看到，而且在项目获取之后，企业也势必准备好了应对之策。

**“地王”或者“高价地”本质上也是市场本身在定向、主动引导资源集聚，促进资源向更加优质，更有能力的企业去集中。**我们也看到，市场上所出现的“地王”项目都有一定的条件限制，或总价/保证金高昂，或限价存在，或竞配建等等，这些都客观上选定了可入局企业的范围，没有强大的资金支撑，控连保证金也无法负担，更别谈后续的持续投入，这也是多家企业抱团获地的主因之一；若无一定利润型项目或业务支撑，企业无法打平成本，龙光集团之所以敢于摘下百亿地王，其利润率可观的城市更新资源储备无疑也给企业注入了底气；没有综合的能力存在，项目运营或难推进，这就可解释合作企业在各自领域都有自己的强项存在，或能做产业/商业/长租公寓的运营，或能在城市更新领域有经验，有储备。除了引导资源集中，从政府的角度来说，通过配建人才房、产业运营、商业运营、人才公寓等条件的设置也在有意引导企业更多的走向民生，引导企业参与社会建设。

对于“地王”或者“高价地”的存在是市场发展的必然结果，但是对于这种结果所能给所有企业带来的反馈是不同的，企业的承受力也必然是有差异的。对于“地王”，企业还需慎之又慎，严峻动荡行业形势下，多些戒备，多点警惕更有助于避免企业陷入风险之中。

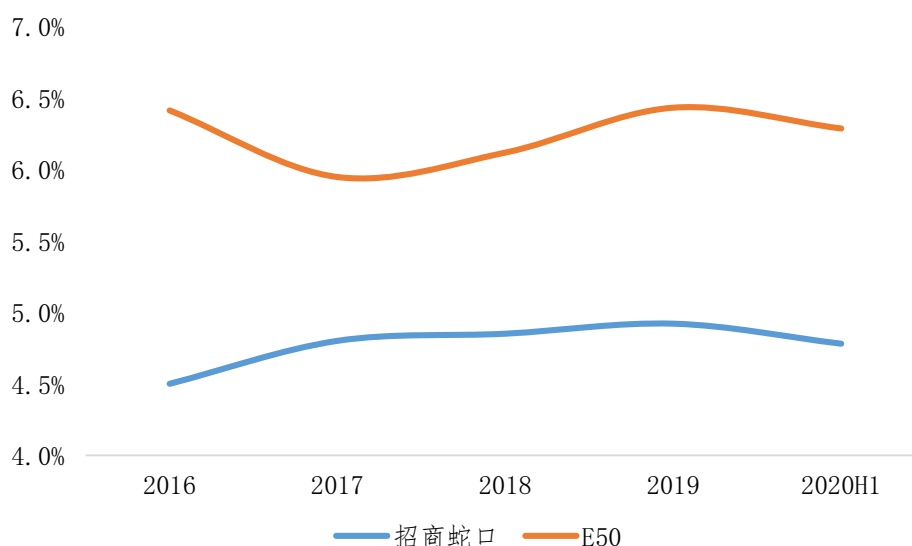
## 5.2 拿“地王”旨在规模，能避之则克制

在招商蛇口获取土地资源历程中，“地王”的身影也不时出现，2018年6月，招商蛇口、华侨城联合体以310亿元的总价获得深圳新会展中心（一期）配套商业用地，总建筑面积154.33万平米；2020年6月，招商蛇口以总价24.112亿元，溢价率138.45%获得徐州铜山项目，9月便以出让49%的方式拟为项目引入投资方，7月，以44.04亿元总价获得上海虹口区地块，刷新虹口区宅地楼面价记录，除此之外，企业在其他城市，如东莞，项目溢价率同样处于较高水平。

多次获取“高价地”，招商蛇口又有着怎样的考量？**规模的诉求在主导着企业的行为。**高价地对企业的制约可能不在资金端，作为行业内具有背景优势的央企，无论是在融资上，还是资源获取上，企业都具有先发优势的。从加权平均融资成本来看，其加权平均融资成本比E50房企低1个百分点，这就决定招商能够节省更多资金成本。

从有息负债结构上看，银行借款占比在2/3左右，信托等非标类融资总量占比在10%以内，这也侧面反映企业在表内融资上保持了克制，且凭借先天优势，企业能够有效获得可供足够调用的资金。

图表：招商蛇口加权平均融资成本走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：E50 房企为亿翰智库选取的50家“A+H”股代表型房企。

图表：招商蛇口融资结构分布（亿元）

融资途径	2019		2020H1		较2019年末变动
	期末融资余额	占比	期末融资余额	占比	
银行贷款	949.84	68.0%	1010.83	66.0%	6.4%
票据	1.06	0.1%	0.83	0.1%	-21.7%
债券	255.16	18.3%	309.66	20.2%	21.4%
信托融资	129.56	9.3%	111.43	7.3%	-14.0%
其他	61.92	4.4%	98.45	6.4%	59.0%
合计	1397.54	100.0%	1531.19	100.0%	9.6%

资料来源：亿翰智库，企业年报

虽然说高价土地的获取不大可能会对招商蛇口的经营造成根本性动荡，但在对于企业利润率的侵蚀是不可避免的，实则在当前环境下，房企纷纷都在追求效益型发展。2020年中期，招商蛇口的净利润率已经低至5%，虽然这并不能代表企业全年利润率水平，其原因也不仅仅源自于企业前期的投资安排，还源自于非经常因素冲击，**但这也却确实给了房企启示，更多考虑风险性指标考量，对于高价土地的获取还需更加谨慎，能避之者，保持克制，为利润释放留下余地。**

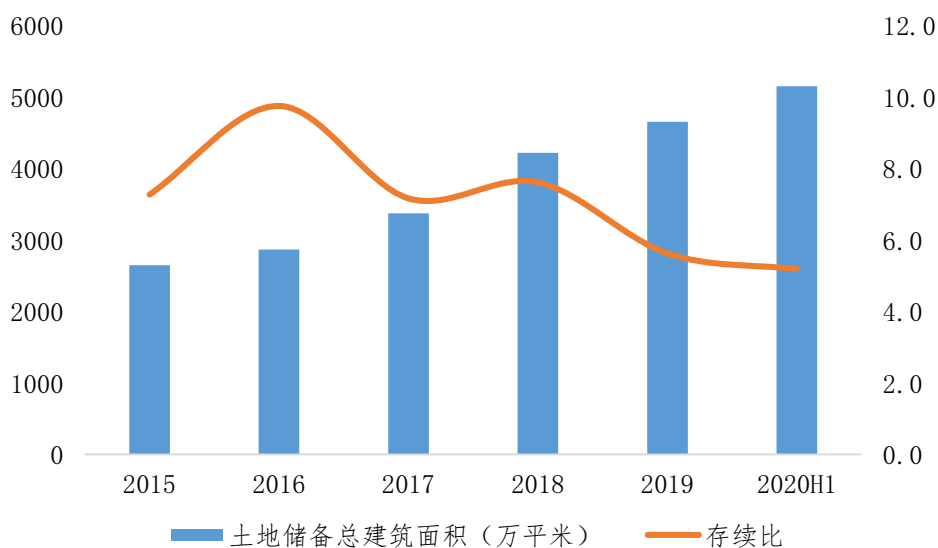
## 六、抱有期待，需要做的还有很多

### 6.1 土储快速消化，投资的力度需要再加大

从2020年房企销售情况来看，央企/国企是业绩表现最佳的群体之一，包括保利发展、中国海外发展、招商蛇口、中国金茂、绿城中国等，而在业绩强劲上行的同时，企业的土地储备也在快速消化。从2020年上半年数据来看，保利发展（待开发土地口径）、中国海外发展的土地储备均较2019年末数据出现了不同程度的下滑。

从招商蛇口的土地储备情况来看，其土地储备的相对量下滑趋势也比较明显，土地储备存续比由高峰时的近10年降至2020年上半年的5.2年，虽然说当前的土地储备总量满足企业3-4年的销售所需，但为了更稳健的发展所需，企业在资源获取上的力度也需再度加大，以避免出现资源断档情况，并保证企业成长的持续性。

图表：招商蛇口土地储备走势



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：1、存续比=土地储备总建筑面积/合约销售面积；2、2020H1 存续比=截止2020年6月30日土地储备总建筑面积/(2020H1 合约销售面积\*2)；3、存续比单位均为年；4、土地储备总建筑面积=土地储备规划计容建筑面积-期末累计竣工面积。

## 6.2 物极必反，权益比例需要再提升

为了做大做强，在权益上做出妥协是房企都会采用的方式。在企业成长初期，以权益换规模是上上之策。随着企业规模不断上升到一定高度，此方式所能为企业带来的利好性也在边际降低。

### 6.2.1 权益有牺牲，影响力或有欠缺

从招商蛇口的权益数据来看，企业在权益上的让步也较大，整体新增土地储备的权益占比在65%以下。具体到城市层面，企业在多城市的新增土地储备权益占比均在60%以下（此处不考虑后期可能出现的股权回购情况），主要是在包括香港、苏州、合肥、北京、杭州、上海、南京、郑州、广州、天津、成都、西安、深圳在内的核心城市，这其中可能是因为土地市场竞争激烈所致，但对企业未来长远发展来说可能会带来一定的负面影响，由于权益占比较低，企业实质上对合作方有一定的依赖性存在，在核心城市的深入程度也还会有欠缺，影响力不易形成，城市的根基扎的恐也不够牢固。特别是像诸如深圳、广州、北京、上海等必争之地，以轻度参与者的身份介入市场，恐怕是不太容易被市场所接受和认可的。

图表：2015-2020H1 招商蛇口各城市新增土地储备权益占比情况

城市	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	总计	城市	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	总计
琼海					12%	12%	12%	宜昌				57%			57%
三亚					12%		12%	镇江	70%		70%	26%	33%		57%
漳州			13%		70%		30%	北京		70%	33%	50%	60%		58%
香港					30%		30%	杭州		49%	52%	52%	100%	76%	59%
东莞	28%		70%	42%	20%	28%	31%	上海	55%	37%	67%	100%	50%	80%	59%
温州					31%		31%	扬州					60%		60%
昆山				34%			34%	厦门	58%		73%				61%
苏州	51%	44%	25%	35%	39%	23%	36%	南通			80%	47%	59%	80%	61%
绍兴			49%	25%		33%	38%	常熟			46%	27%	86%		64%
合肥			43%		43%		43%	徐州				65%			65%
南京	18%	49%	67%	36%	73%		44%	济南			100%	57%			67%
郑州	50%		53%	34%	42%	19%	44%	武汉	100%	100%	57%	48%	65%	78%	73%
无锡			25%	33%		100%	45%	重庆			72%	100%	51%	74%	78%
台州					47%		47%	黄冈			80%		80%		80%
昆明	100%		39%		49%		47%	佛山	50%	100%	88%	100%	60%		85%
广州	34%	60%	80%	31%	25%	49%	48%	南宁		100%	100%	51%		100%	88%
天津		52%	47%	49%	47%		49%	烟台					90%		90%
常州			49%			49%	49%	大连		100%	100%	100%	66%		94%
汕头						50%	50%	十堰				95%			95%
中山			50%	50%	51%		51%	奥克兰				100%			100%
柳州					51%		51%	福州				100%	100%		100%
湛江				51%			51%	赣州			100%				100%
张家港					51%		51%	哈尔滨						100%	100%

城市	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	总计	城市	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	总计
宁波	100%	34%		51%	50%	80%	52%	青岛			100%		100%	100%	100%
嘉兴			50%	34%	55%	90%	52%	沈阳			100%	100%			100%
太仓	100%			30%			52%	新西兰			100%		100%		100%
成都	51%			72%	100%	51%	54%	长春					100%		100%
西安				33%	60%	42%	54%	长沙					100%		100%
境外						55%	55%	肇庆					100%		100%
襄阳					55%		55%	珠海		100%	100%				100%
深圳	70%	50%		100%	39%	50%	56%	总计	58%	62%	58%	54%	55%	58%	57%
淳安				56%			56%	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：1、权益占比=权益计容建筑面积/计容建筑面积；

2、总计列权益占比=2015-2020H1 单一城市新增权益计容建筑面积累计值/新增土地储备计容建筑面积合计值\*100%；

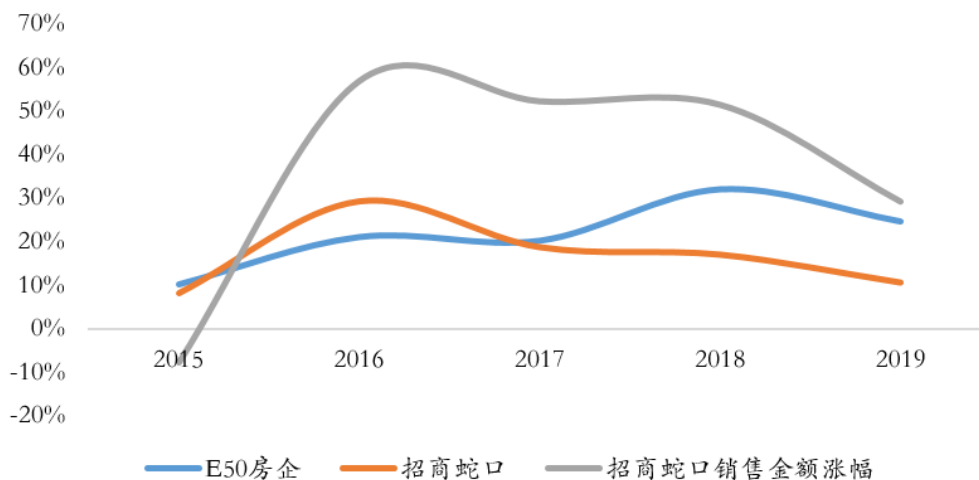
3、总计行权益占比=各年新增土地储备权益计容建筑面积/新增土地储备计容建筑面积\*100%。

### 6.2.2 以权益换规模，价值释放恐不足

企业之所以对规模不懈追求，本质上还是为了规模所能带给企业的附加效应，如品牌知名度的提升，资源的进一步集中，价值的释放等等。但以权益置换规模恐怕不能事事如预期，在权益让渡的同时也会在其他方面也会有所牺牲。

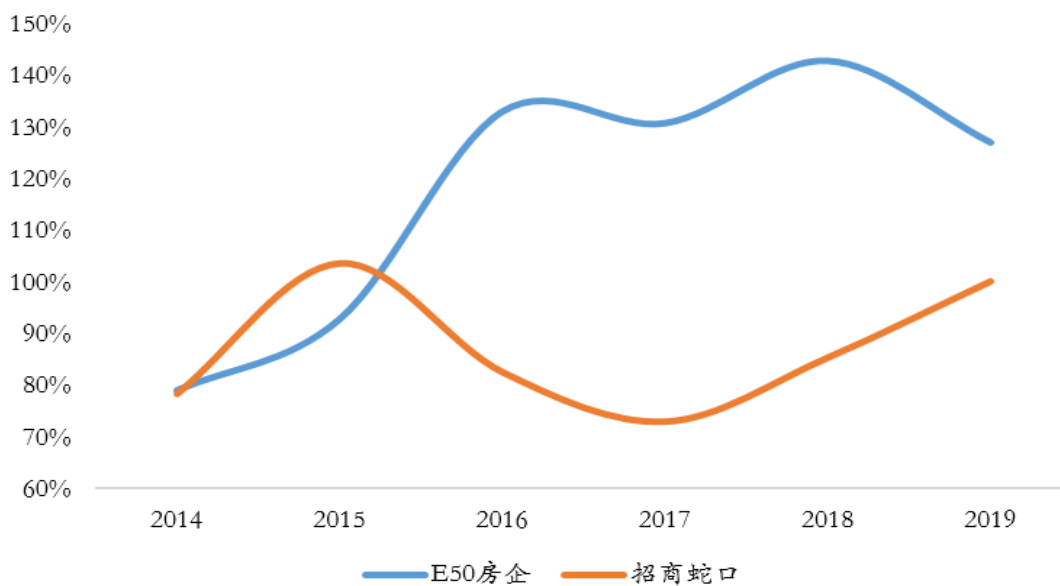
从企业销售金额与营业收入的增长变动趋势来看，销售业绩的增长速度明显高于营业收入的涨幅，而且从业绩锁定性来看，招商蛇口的业绩锁定性与 E50 房企之间存在较大差距。也即是说，销售业绩增长的同时，结转至财务报表内的收入并没有保持同步性，其原因或在于相对较低权益项目，企业只能在流量口径获得销售业绩，而无法在报表端获得收入。

图表：招商蛇口营业收入及销售业绩涨幅变动



资料来源：亿翰智库名，企业年报

图表：招商蛇口业绩锁定性



资料来源：亿翰智库，企业年报

备注：1、业绩锁定性=合同负债/营业收入\*100%；

2、E50 房企，即亿翰标杆 50 房企，是亿翰智库选取的 50 家（A+H）股典型房企。

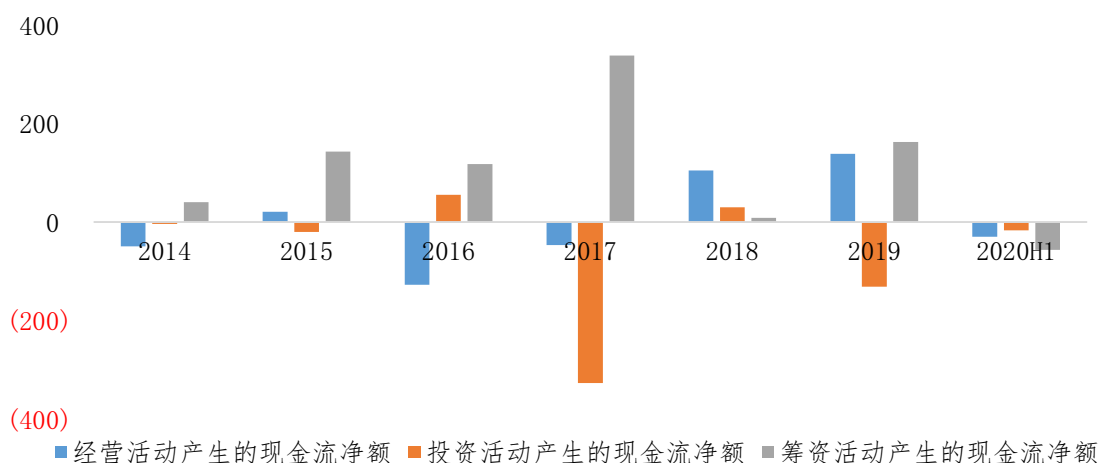
除此之外，较低权益的资源占有，可能也并不利于企业的现金流入，这就可能会造成自有资金的短板，不利于企业在外部条件变化时对于风险的抵抗，以及短期偿债能力的提高。

所以，无论是从行业影响力的强化角度，还是收入和现金流入方向上说，逐步提高权益占比都是必要的，而招商蛇口也在有意识做相关工作，包括收购南油集团 24% 的股权也是为了 100% 控股。虽然说提高权益占比的成效未必能够快速在报表端反应，但提升权益已势在必行，不得不行。

### 6.3 现金流入不稳定，投资结构需要再优化

观察招商蛇口现金流表内经营/投资/筹资活动产生的现金流净额的变动情况，可以发现，经营活动产生的现金流净额波动性较明显，2020 年上半年又降至水平线之下，这或也是企业中期现金短债比在 1 倍以下的原因之一。经营活动产生的现金流为负或有疫情因素影响存在，但更多还是在于企业投资结构的安排上仍有调整空间。

图表：招商蛇口现金流净额变动情况（亿元）



资料来源：亿翰智库，企业年报

其实，从招商蛇口的销售业绩区域分布和新增土地投资方向上都可以看出，在企业的大本营华南区域（包括深圳），除了深圳、广州、东莞、佛山几座城市拿地较频繁之外，其他城市拿地则表现的相对克制，我们认为，聚焦毫无疑问对企业发展有较大帮助，还过于聚焦反而有狭隘之嫌，在做好核心城市的持续聚焦的同时向周边城市做适度的沉淀，强化区域整体的渗透度。在此，我们还想强调一点，前海的土地资源虽然稀缺，但其价值兑现也需要一个较长期的过程，前海的资源的开发和运营是项长期的工作，所以在做好前海资源跟进的同时，可以将资源有效分配在除此之外的资源收纳中，做到除前海仍有之外仍有天地。

中西部、西南区域及华北区域则由于地理位置，区域综合发展情况和实力来看，可能也并不适合大铺面的做更多下沉，在现有的核心城市内保持好深耕力度，并在基本面较好的城市周边做一定辅助投资即可。

长三角区域（三省一市）在市场空间上有更多可能的，当前招商蛇口在长三角区域也有一定积累，但从区域的渗透度来看，核心城市资源获取的意愿较强，其他城市则经营有限，对安徽省的参与度则更低。其实，以长三角整体的市场情况来看，在长三角区域做更大广度和深度的辐射是可选的，这有助于企业扩大自身的空间和潜在可能性。

#### 6.4 短债占比重，风险防范意识需要再增强

虽然“三道红线”首选了12家率先试点房企，并给予企业一定的过渡期推动企业的“三道红线”达标，但实质上以“三道红线”为标准的政策制定和融资参照已经形成，包括政府在政策制定上，对以“三道红线”标准划出的四档企业给予不同的政策倾斜，“三道红线”全部超线的红档企业只可能处在政策最严监管的范围内；包括银行在内的金融机构，在给企业贷款时，也会将“三道红线”作为首要考量指标，“三道红线”已然为企业决策设定了门槛。

“三道红线”对房企的影响是深刻和长远的，这促使着企业以更积极的态度和行动去推进降负债、调结构工作。退一万步说，即使企业“三道红线”完全达标，处于绿色一档，有息负债的增幅上限也限定在15%以内，也就意味着企业外部可供依赖的条件已经相

当严苛，在此情况之下，企业更该将更多注意力和重心放在内部结构优化和调整上，第一步就是解决好历史外部依赖的遗留问题：调整结构，包括融资的类型结构、期限结构。非标融资占比过高，企业风险暴露的可能性也越高，同样，短期负债占比越高，且在手资金无法有效覆盖的情况，企业的风险也越大，倘若外部资金来源受制，内部造血能力有限，企业大概率会陷入两难境地。

从招商蛇口融资结构看，信托等非标类融资占比在 10%以内，银行贷款、票据、债券的融资总量占比在 90%左右，企业的融资结构优良。

从期限结构来看，1 年以内的融资占比处于较高水平，至 2019 年末占比为 39%，至 2020 年 6 月 30 日，此占比已经超过 50%，而同时 2020 年中期时，货币资金与短期有息负债的比例（现金短债比）不足 1 倍，即在手资金对短期有息负债的覆盖率不足，当然，这也不等同企业的风险一定很大，但却也在提醒企业，在外部环境严峻的形势下，需要更多关注自身，安排好不同期限融资的使用，即使先天优势明显，但在非预期因素突然爆发时，自身资金无法有效给予支撑的话，难保企业不会出现阶段性资金困境，对于其他民营企业更是如此。

图表：招商蛇口融资期限结构（亿元）

融资途径	2019				2020H1			
	1 年之内	1-2 年	2-3 年	3 年以上	1 年之内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行贷款	423.61	186.78	197.19	142.26	482.98	325.04	41.62	161.19
票据	1.06	-	-	-	0.83	-	-	-
债券	72.4	64.76	41.6	76.4	152.66	60.6	51.4	45
信托融资	52.7	28.06	15.11	33.68	52.63	25.11	14.15	19.53
其他	-	28.5	33	0.42	35	63	0.45	-
合计	548.71	308.1	286.9	253.83	724.11	473.75	107.62	225.72
占比	39.3%	22.0%	20.5%	18.2%	51.8%	33.9%	7.7%	16.2%

资料来源：亿翰智库，企业年报

自由发展的市场中，各个房企都在分散的做着决策，而且的这些决策最后又会表现出明显的趋同性，这也正是行业趋势形成的原因。企业的决策也是在不断迎合行业的期待，自身的期待，在这种期待中，企业的行为会越发的表现出趋同性，所以从招商蛇口的表现中，我们也可看到行业内众多房企同行行为背后的动因，和未来可能的动向。

从企业发展的意愿来看，企业的行为只是为了让未来更好，招商蛇口也不例外，在走向更好未来的过程中，仍然需要做出更多努力。有期待，有希望是人间至美。活在期待中，未来才会更有希望。

## 【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

## 【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码